

LA SEGUNDA EMERGENCIA

A pesar de la declaratoria de inexecutable de la emergencia económica y de todos los decretos que se expedieron a su amparo, los temas establecidos en ellos seguirán vigentes todavía por unas semanas, hasta que la Corte Constitucional deje ejecutoriada su sentencia.

El mismo día en que se divulgó la posición de la Corte respecto al Decreto 80, la Junta Directiva del Banco de la República amplió el plazo para el cual los créditos externos deben constituir un depósito en el Banco de la República (Resolución 4); ahora, los créditos con plazo menor o igual a 60 meses deben constituir un depósito equivalente al 50% del monto del crédito, durante 18 meses.

La expedición de esta norma, confirma que el problema más grave para la economía en el mes de diciembre, fue el exagerado incremento en los registros de crédito externo privado; incluso lo fue más que el ingreso de divisas. Como lo expresó la Asobancaria, en su editorial de *Panorama Macroeconómico y Financiero* de diciembre de 1996, la causa principal de ese incremento fue la falta de oportunidad de la autoridad monetaria para adoptar una medida similar a la contenida en la Resolución 4.

Entre dos fuegos

En el Cuadro 1 se aprecia el notable crecimiento de los registros de deuda externa privada en el último trimestre de 1996 (en el último trimestre los registros representaron un 50.6% del total de estos en 1996), y su concentración en plazos

entre 37 y 60 meses (73.6% del total de registros durante el IV trimestre de 1996); el Decreto 81 de la emergencia económica estaba orientado a amortiguar el desestabilizador efecto potencial de esos registros y de la financiación de importaciones.

Cuadro 1
Estructura de registros de Deuda Externa Privada durante 1996

Plazo (Meses)	Total (Mill U\$)	IV Trim. (Mill U\$)	IV Trim. Particip. (%)	Particip. (%)
	A	B		B/A
0-6	65.5	21.6	0.6	32.9
7-18	923.4	274.1	7.2	29.7
19-24	237.4	202.5	5.3	85.3
25-36	85.8	27.0	0.7	31.5
37-60	3989.4	2794.1	73.6	70.0
61 y más	2196.5	476.1	12.5	21.7
Total	7498.0	3795.5	100.0	50.6

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Antes de la Resolución 4, en el momento del registro de la deuda se fijaba la fecha de desembolso del crédito; sin embargo, el beneficiario del crédito podía postergar esa fecha y bastaba con una comunicación al Banco de la República. Ahora con la nueva resolución, se establece que el cambio en la programación de los desembolsos, obliga a modificar el registro de la deuda; de esta forma, si el crédito es a un plazo igual o inferior a 60 meses, debe constituir el depósito en el Banco de la República.

Como resultado de lo anterior, los agentes que tienen créditos externos registrados pero no los han desembolsado y tenían previsto el desembolso para estas semanas, se encuentran entre dos fuegos mientras la Corte no deje en firme su sentencia; o postergan la fecha de su desem-

bolso, con lo cual se ven obligados a cambiar el registro y a realizar el depósito, o hacen el desembolso y pagan el impuesto.

Lógicamente es más barato pagar el impuesto. De esta forma, si el volumen de créditos que tenía fechas de desembolsos en estas semanas es significativo, cabría esperar una abundante oferta de divisas y una presión hacia abajo en la tasa de cambio. Si suponemos que el 20% de los registros a diciembre de 1997 ya había postergado su desembolso para la segunda quincena de marzo, por esta vía podrían ingresar cerca de U\$1500 millones en el corto plazo.

De lo expuesto aquí se colige que la Resolución 4 de 1997 no sólo afecta los créditos que se contratan a partir del 13 de marzo de 1997, sino que también lo hace sobre todos aquellos ya registrados, que por algún cambio en sus condiciones hagan necesaria la modificación del registro. Puesto que el Banco de la República no parece contar con ningún instrumento para frenar los desembolsos de créditos ya registrados, resulta obvio que el Decreto 81 no usurpó las funciones de la entidad cambiaria.

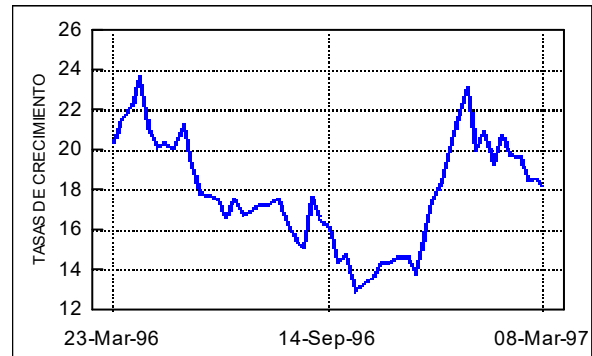
I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

En la semana que terminó el 7 de marzo, la tasa de crecimiento anual del agregado monetario M3, alcanzó el registro más bajo desde principios de diciembre de 1996 (18.16%). Lo anterior se explica por la desaceleración en el crecimiento de los cuasidineros, que se viene presentando desde principios de febrero (Gráfico 1).

Gráfico 1

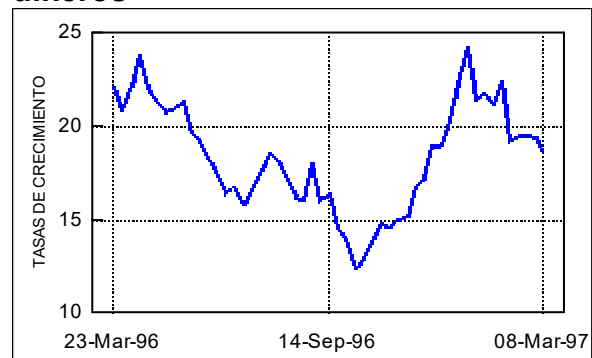
Tasa de crecimiento anual de M3



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 2

Tasa de crecimiento anual de los cuasidineros

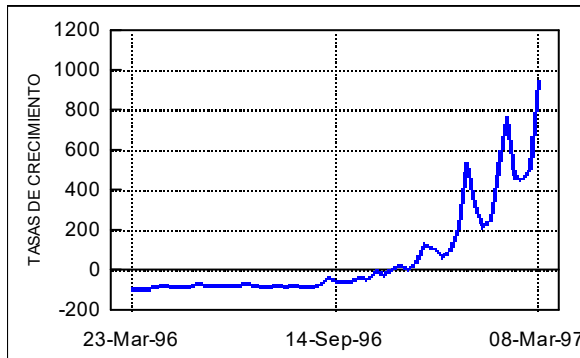


Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Durante la semana que finalizó el 7 de marzo, los cuasidineros continuaron con la misma tendencia decreciente que se presenta desde principios de febrero, obteniendo un registro de 18.62% (el más bajo desde noviembre de 1996). Esta desaceleración se explica principalmente, por la caída en las captaciones en CDT de los bancos y las corporaciones financieras, y de los depósitos de ahorro en UPAC de las CAV; estos hechos se encuentran aso-

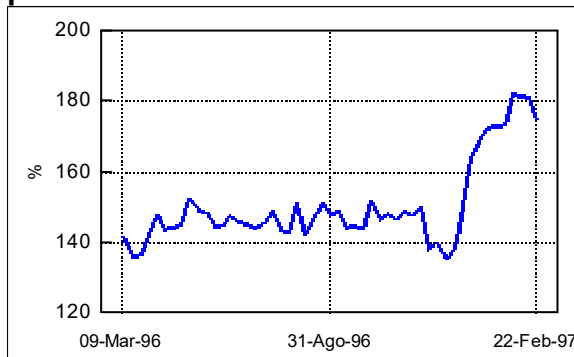
ciados a la disminución de las tasas de interés (Gráfico 2).

Gráfico 3
Tasa de crecimiento anual del saldo de las OMA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 4
Relación reservas internacionales en pesos / base monetaria



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

La tasa de crecimiento anual del saldo de las OMA alcanzó durante que concluyó el 7 marzo el registro más alto desde 1993 (961.5%). Dicho crecimiento se explica como una medida de restricción de liquidez, con el objeto de controlar la tasa de inflación (Gráfico 3).

En las últimas tres semanas, la relación de reservas internacionales / base monetaria, ha tomado una trayectoria decreciente; durante la semana que terminó el 7 de marzo, obtuvo un registro de 174.32%. Lo anterior, coincide con la vigencia del Decreto 81 (endeudamiento externo), y muestra la efectividad de los objetivos de la norma (Gráfico 4).

B. Tasas de Interés

Durante la semana que terminó el 21 de marzo, la tasa interbancaria se mantuvo alrededor del 23% E.A.

La liquidez que se presentó en los primeros 4 días de esa semana, indujo al Banco de la República a realizar OMA a un día de plazo por \$160 mil millones; sin embargo el viernes 21 de marzo, ante las perspectivas de un aumento en la demanda de liquidez como consecuencia de la Semana Santa, y ante la necesidad de mantener una posición de encaje favorable durante los días festivos, la liquidez del mercado interbancario se redujo y el Banco de la República tuvo que realizar operaciones Repo por \$30.000 millones al 28.5% E.A.

En el mercado a la vista persiste la duda sobre el nivel que presentará la tasa de interés interbancaria entre el martes y el miércoles próximos.

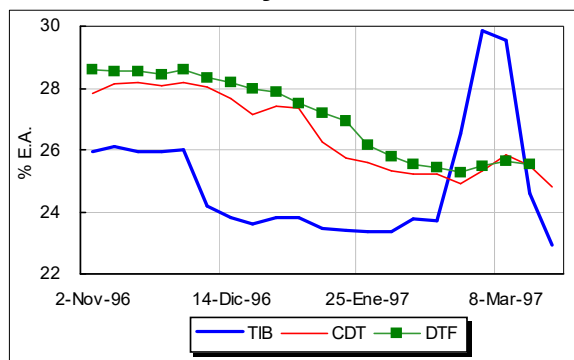
La tasa de CDT de tesorería a 90 días se mantuvo alrededor del 25% E.A. con lo cual retornó a su tendencia descendente observada desde finales de 1996.; este hecho refleja el alto grado de respuesta del mercado ante las señales que en materia de tasas de interés envía el Banco de la República (Gráfico 5).

Cuadro 2
Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

	Tasa Interbancaria % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
17-mar	22.38	24.77
18-mar	22.54	24.80
19-mar	22.57	24.52
20-mar	22.58	25.04
21-mar	24.51	25.02

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

Gráfico 5
Tasa interbancaria, tasa de CDT de tesorería a 90 días y DTF

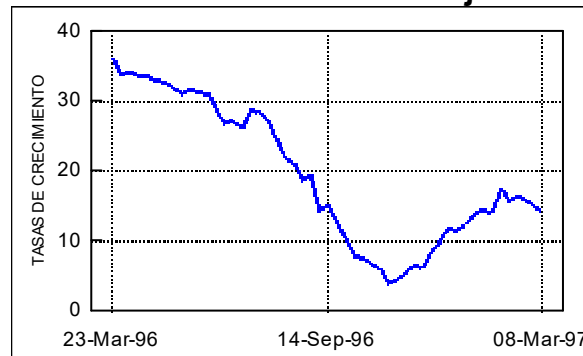


Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria. Banco de la República

C. Cartera de Créditos

La tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos, luego del fuerte crecimiento de comienzos de año, ha tenido una trayectoria decreciente durante las últimas tres semanas. Durante la semana que terminó el 7 de marzo obtuvo un registro de 14.44%. Lo anterior, se explica por las medidas que gravaban el endeudamiento en moneda extranjera (Decreto 81) (Gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de crecimiento anual de la cartera de créditos en moneda extranjera



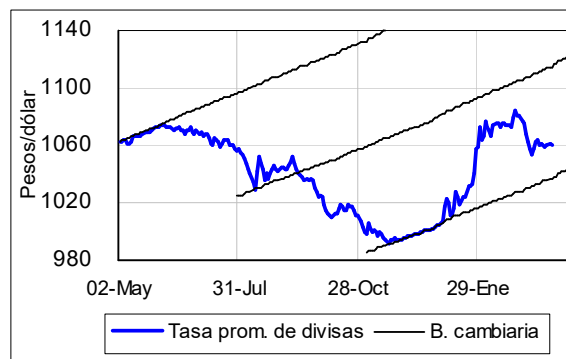
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

Durante la semana que terminó el 21 de marzo, la tasa de cambio promedio del mercado cambiario, permaneció alrededor de \$1060, con variaciones diarias que no excedieron de \$1.2 (Gráfico 7).

En la última semana, la devaluación anual no superó el 1.3%.

Gráfico 7
Tasa de cambio promedio del mercado cambiario y Banda Cambiaria



Fuente: Citiinfo. Banco de la República .